

# 中國觀點

## 經濟因疫情而放緩後熱切期待復甦

2020年4月



### 概要

- ◆ 追蹤高頻率經濟活動的指標顯示，中國經濟在錄得較預期差的1至2月份數據後出現初步復甦
- ◆ 復工速度較快，加上放寬控制措施及加強宏觀政策支持，應會讓經濟活動在未來幾個月有序復甦
- ◆ 基於增長狀況面對挑戰，我們預計當局未來將透過財政與貨幣刺激措施，以較強的政策力度支持經濟

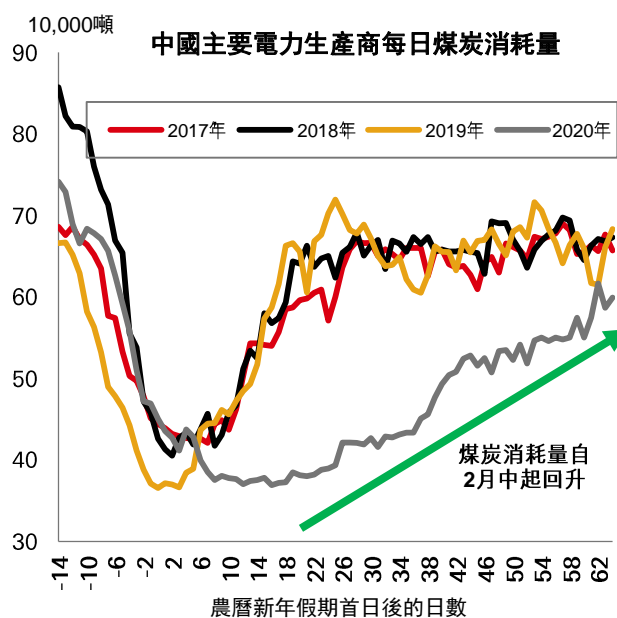
### 市場熱話：經濟因疫情而放緩後熱切期待復甦

在中國1至2月經濟活動急速放緩的背景下，投資者現在的焦點在於經濟回復正常的步伐。最近幾個星期，中國當局已逐步放寬控制措施及活動限制的政策，並加強支援工廠重開及復工。疫情爆發的中心武漢，預期將於4月8日解除活動限制。

多個高頻率指標都較官方的每月數據更及時地協助我們追蹤經濟活動。該等指標整體上顯示經濟活動自2月中以來逐步回升，尤其工業生產、建築及房地產與土地銷售方面。主要電力生產商每日的煤炭消耗量已加快，且鐵路卸載的煤炭量已與2018年的水平相若。鋼鐵熔爐現時已恢復操作，且全國一般的平均空氣質素指數亦已接近正常水平。

根據工業和信息化部的資料，湖北省以外超過95%的中大型工業企業已在3月中恢復運作，而在主要的工業省份，數字更是接近100%。

本投資分析市場評論就近期經濟環境提供簡單基本的概要，僅供參考用途。本市場傳訊資料不應被讀者視為投資意見或作為出售或購入投資產品的建議，也不應被視為投資研究。所載之內容並非因應旨在提供獨立投資研究的法定要求而準備，亦無受到發放此文件前禁止進行交易的約束。本文件所載之表現屬歷史數據，過去業績並不代表將來的表現。本文所載任何預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。滙豐環球投資管理概不就未能達成任何預測、預計或目標承擔責任。



資料來源：WIND、滙豐環球投資管理，2020年3月。

## 經濟因疫情而放緩後熱切期待復甦（續）

中小企重開的比率則明顯較低，但亦由3月初的約50%回升至截至3月25日的約70%。在一些主要城市（如上海等），數字已超越90%。雖然如此，我們必須注意到由於採購問題、勞工短缺及需求停滯，企業重開的比率不一定計及一些公司在明顯低於正常使用率的情況下營運的事實。我們亦須注意到服務業（如餐飲及住宿業等）復業的比率亦明顯較低。

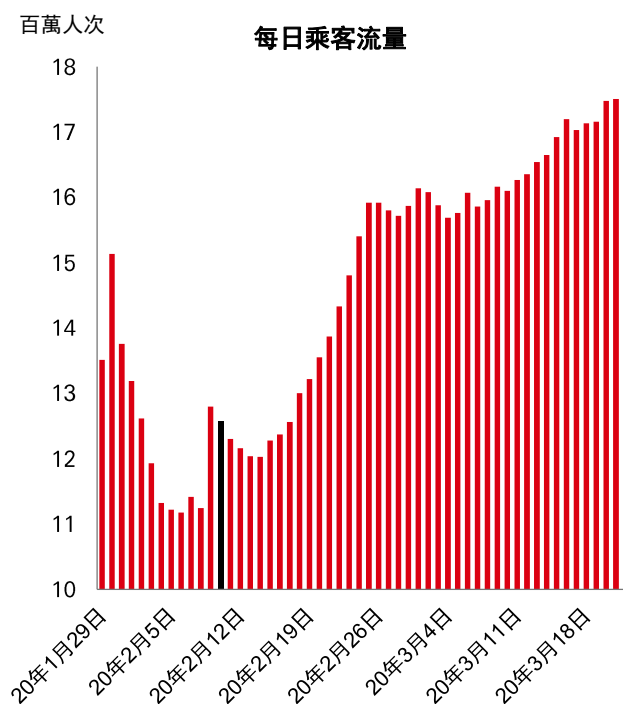
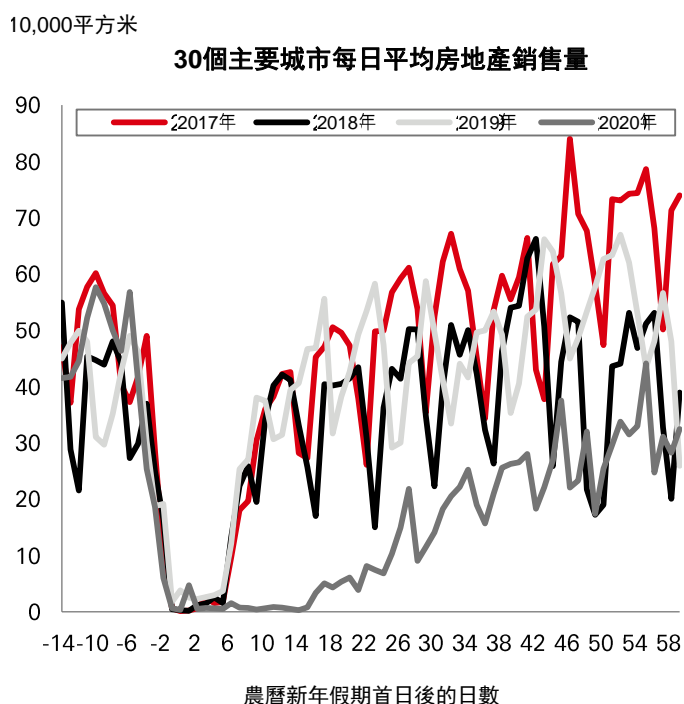
然而，大部分指標仍然遠低於正常水平，特別是客運（尤其航空）及消費等。截至3月21日止的一星期，30個主要城市平均的每日房地產銷售總樓面面積仍然按年下跌約45%，雖則趨勢已顯示明顯地加速回升至2018年的水平。運輸方面，不同運輸方法的客運流量及地鐵的載客量（六個主要城市）仍然低迷，且遠低於一年前的水平。在同一星期，國際航班的載客因子仍然按年下跌超過30%（國內航班則下跌超過20%）。雖然如此，過去幾週的擁堵延時指數已出現上升趨勢，且一線城市已正常化至接近歷史的水平。交通運輸部表示，截至3月19日全國農村民工的總數約80%已復工，並估計所有民工將於4月初復工。

與此同時，由於物流狀況改善，批發食品價格已由高位回落。自2月16日的一星期以來，每週汽車銷量已由低位緩慢地回升。中國汽車流通協會的統計數字顯示，3月17日，經銷商陳列室的貨流及零售量已分別回升至正常水平的61%及57%。另一方面，電影票房收入自2月以來已停頓，回升的跡象並不明顯。整體而言，服務業活動（國內生產總值54%）受到的打擊較製造業大，我們認為可能需要較長時間才可回復正常。

### 儘管出現復甦跡象，宏觀環境仍然面對挑戰

中國的政策當局應對新型冠狀病毒(COVID-19)疫情，主要透過短期、緊急及針對性的財政及信貸（紓緩）政策及貨幣寬鬆措施確保金融體系穩定。由於供給側受阻的情況可能逐步紓緩，因此預期當局將會推出更多支援政策推動需求。

整體上，較快地復工，加上放寬控制措施及加強宏觀政策支持，應會讓經濟活動從2月至3月份有序復甦，雖則3月份整體經濟增長可能仍然低迷，且第一季的經濟將呈現收縮趨勢。即使假設4月份/ 第二季經濟增長回復正常及下半年進一步反彈，回復的幅度可能不足以完全抵銷第一季大規模的負面震盪。加上環球衰退的風險上升，可能導致全年經濟增長大幅低於2019年的6.2%。



資料來源：WIND、滙豐環球投資管理，2020年3月。

資料來源：WIND、滙豐環球投資管理，2020年3月。

本文所載任何預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。滙豐概不就未能達成任何預測、預計或目標承擔責任。

在下列各頁，我們將會較深入地探討近期的事件及政策措施如何影響中國的固定收益及股票市場：

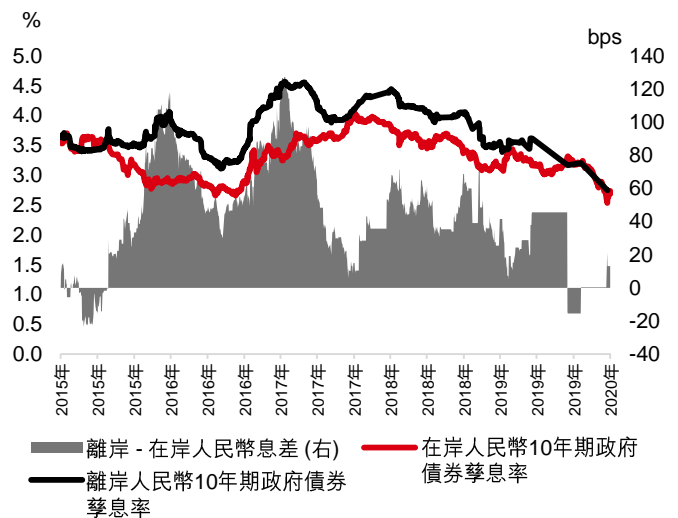
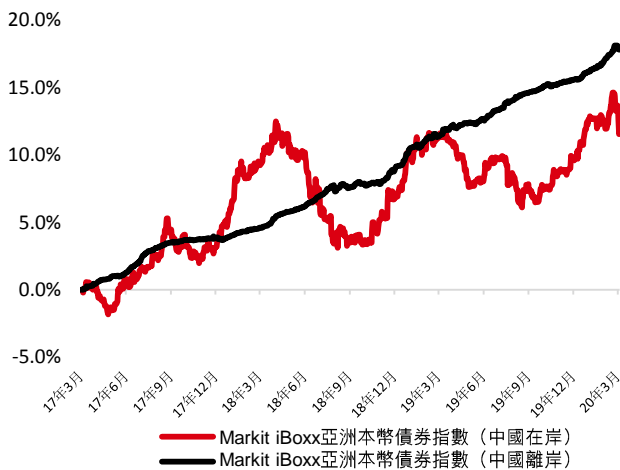
## 固定收益市場

年初至今，在岸及離岸債券錄得升幅，反映經濟穩健

- ◆ 環球市場持續受壓，大幅波動的情況未有減少跡象。過去一個月，環球債券市場出現一些自2008年環球金融市場崩潰以來的劇烈波幅，迫使各國央行主動應對。在中國，人民銀行在3月中下調銀行必須持作儲備的現金金額，為已受到疫情打擊的經濟釋放了人民幣5,500億元。人民銀行下調銀行的存款準備金率50至100個基點，符合了各項融資的目標。在其地地區，美國聯邦儲備局在3月中大幅下調基準利率至接近零，並表示將購入7,000億美元的國庫券及按揭抵押證券，從而應對疫情。歐洲央行亦加入環球新一輪的寬鬆措施，推出新的7,500億歐元買債計劃，旨在支撐受到疫情急速擴散影響的歐元區經濟
- ◆ 整體而言，在截至3月20日止的一個月，中國在岸及離岸債券市場相對穩定，前者下跌1.1%，後者上升0.3%。從正面看，年初至今在岸及離岸債市已分別上升0.9%及1.8%。然而，3月份離岸中國美元信貸下跌了6.2%，扭轉了2月份上升1.3%的趨勢。美元信貸按月下跌，加深了市場對一些高收益率發行人的財務壓力以及貨幣疲弱的憂慮
- ◆ 按美元指數計算，美元年初至今表現一直強勁，對一籃子主要貨幣上升6.7%。人民幣年初至今僅下跌1.9%，主要是由於出口前景欠佳導致近期呈現弱勢。截至3月20日止的一個月，人民幣下跌了1.5%
- ◆ 3月20日，人民銀行維持基準借貸利率不變，出乎市場認為在經濟連番受到新型冠狀病毒疫情打擊下減息的預期。一年期貸款市場報價利率維持在4.05%，與對上一月份相同，而作為房貸基準的五年期利率則停留在4.75%。展望未來，中國當局可能在第二季推出更多寬鬆措施提高流動性及降低資金成本，有關的措施將會利好債券價格

## 在環球新一輪寬鬆措施下，中國債市維持穩定

1年累計回報



資料：彭博、Markit，數據截至2020年3月20日。總回報按當地貨幣計算。

僅供說明，不構成上述資產類別、指數或貨幣的任何投資建議。以上之觀點及意見會不時轉變。

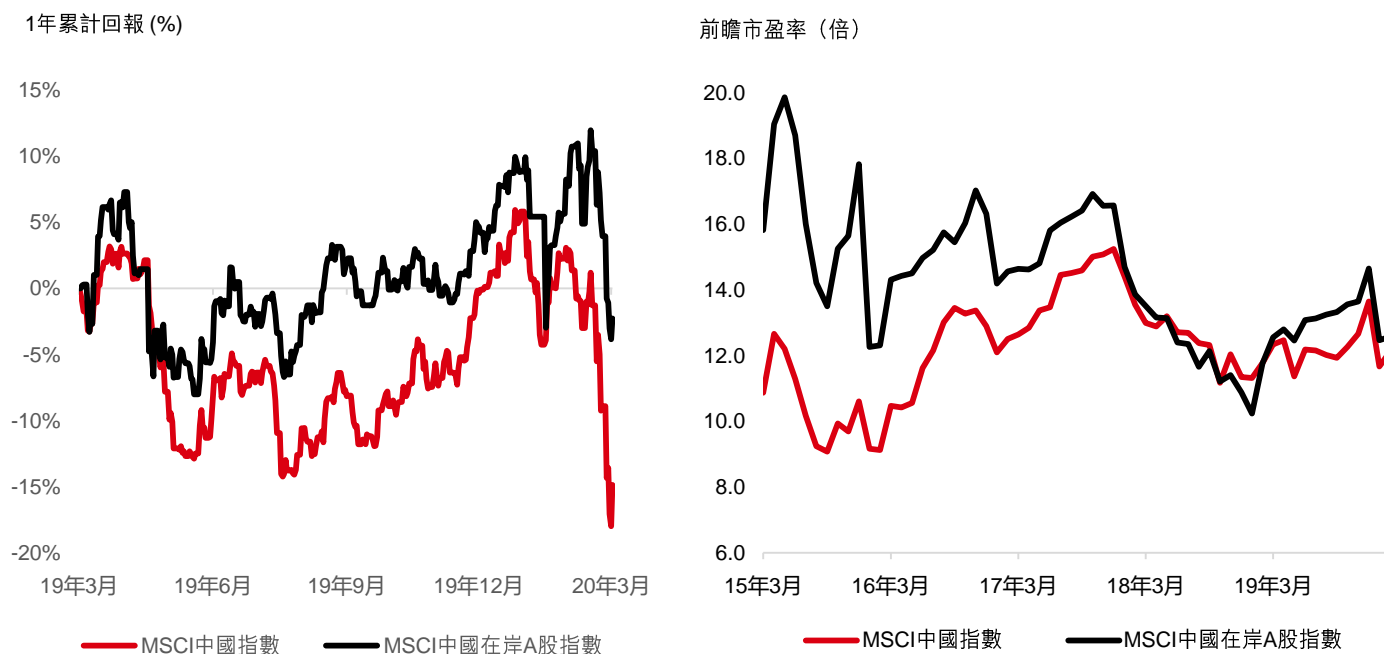
本文所載任何預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。滙豐環球投資管理概不就未能達成任何預測、預計或目標承擔責任。投資附帶風險。過去的業績並不代表將來的表現

## 股票市場

拋售潮過後，按市盈率及盈利率與債券的收益率比較，現時估值已跌至吸引的範圍

- ◆ 環球股市因為新型冠狀病毒疫情的憂慮出現拋售，中國在岸及離岸股市亦在3月份下跌。不過由於北京表示進一步支援經濟，且中國的新增感染個案月內大幅減少，中國股市所受的影響亦較輕
- ◆ 年初至今，MSCI中國指數除了軟件及服務企業類別外，全部行業類別均錄得跌幅，而能源股在油價崩潰下則成為了指數最落後的行業類別
- ◆ 按每月資金流量計算，截至3月20日收市後，在富時把A股納入因子由15%提高至25%前，透過互聯互通機制的南向交易流入的資金達到144.4億美元。北向的資金流量則逆轉為流出100億美元，結束了連續9個月的淨買入。年初至今，南向交易錄得資金淨流入，顯示在岸投資者基於估值吸引，對香港上市的股票興趣有所增加
- ◆ 根據市場共識預測，MSCI中國指數2020/2021年的盈利增長將會是8.5%/12.9%，低於一個月預測的10%/13%。滬深300指數的預測為15.2%/12.4%，2月底時的預測則為15%/13%。與此同時，滬深300指數及MSCI中國指數的12個月前瞻市盈率現時分別為12.1倍及12.2倍，較先前的低位下跌5%至10%
- ◆ 拋售潮過後，按市盈率及盈利率與債券的收益率比較，現時的估值已跌至吸引的範圍。然而，關鍵的問題仍然是環球疫情可能有多長的時間及多大的規模影響到中國貨品的需求。國內方面，踏入第二季，中國當局預期將推出刺激基建的新配套措施，藉以緩衝經濟放緩，但壞賬上升及資金外流的風險將會令當局推出大規模刺激措施的可能性下降
- ◆ 在我們的投資組合內，由於近期市況波動導致產生價格嚴重錯配的機會，多隻吸引的股份出現良好的入市點，因此我們更為看好較長線的持倉

## 環球市場波動，中國股市下跌



資料來源：彭博、滙豐環球投資管理，截至2020年3月20日。總回報按當地貨幣計算。

投資附帶風險。過去的業績並不代表將來的表現

本文所載任何預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。滙豐環球投資管理概不就未能達成任何預測、預計或目標承擔責任。僅供說明。

行業*	前景	評論
可選消費	+	◆ 我們尤其看好教育類別，因為該等股份對宏觀經濟的不利因素敏感度較低。我們看好電商類股份，因為有關企業在中國消費當中的佔比持續上升。我們亦看好網上遊戲股，因為今年更為有利的政策背景可能使主要的企業更積極地推出產品，且疫情爆發時期「留家抗疫」的政策可能成為另一項催化因素
日常消費	+	◆ 收入上升支持追求優質產品的趨勢將會提高個別龍頭公司的定價能力和邊際利潤。需求應會維持穩定
能源	-	◆ 我們對這個行業持偏低比重，因為油價調整及疫情爆發導致需求下跌
金融	-	◆ 我們對銀行股持偏低比重，因利率下調可能會對淨息差構成壓力。我們正在趁低吸納一些優質保險股。基於經濟疲弱，我們預期當局在未來幾個月將會進一步放寬貨幣政策
醫藥	+	◆ 我們看好在創新藥物方面擁有出色研發能力的公司，以及增長可見度高的服務供應商
工業	-	◆ 我們現時對這個行業類別持偏低比重，但隨著當局可能啟動更多基建項目刺激經濟，2020年第二季可能出現好轉
信息科技	+	◆ 我們看好手機鏡頭升級的趨勢，並喜歡能受惠於科技持續提升的股份
材料	-	◆ 基於爆發冠狀病毒疫情，環球經濟放緩的風險上升，因此我們對需求量能否持續持懷疑態度
房地產	○	◆ 冠狀病毒疫情爆發令開發商的現金流面臨巨大壓力，但當局可能即將推出支援行業的政策。長遠而言，我們看好物業管理公司
電訊	+	◆ 社交平台、雲服務及遊戲股為「留家抗疫」主要的受益者。冠狀病毒疫情爆發將使人們加速採用科技
公用	-	◆ 我們在現時的市況下不作防守性部署

資料來源：彭博、滙豐環球投資管理，截至2020年3月。

\*備註：滙豐環球投資管理離岸中國股票團隊的行業觀點：「+」= 正面、「-」= 負面、「○」= 中性

僅供說明，不構成上述資產類別、指數或貨幣的任何投資建議。以上之觀點及意見會不時轉變。

本文所載任何預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。滙豐環球投資管理概不就未能達成任何預測、預計或目標承擔責任。

# 數據綜評

指標	數據截至	實際	預期	前期	分析
工業生產 (按年)	1月至2月	-13.5%	-3.0%	6.9%	1月至2月的經濟活動數據清晰顯示，新型冠狀病毒疫情大流行及實行管控措施，以及嚴格執行社交距離（包括大規模封城及限制外遊），對需求造成嚴重打擊，供應鏈亦被中斷。鑑於今年首兩個月經濟錄得大幅收縮，即使假設增加政策支持力度協助工廠重開及復工，可以令3月的經濟活動顯著反彈，但預料第一季國內生產總值將會收窄。隨著恐慌因素紓緩及當局加大政策支持力度，若干積壓的需求將得到釋放，假設經濟活動於4月或第二季回復正常，經濟增長於下半年進一步反彈，我們預料經濟復甦的幅度仍不足以完全抵銷第一季的嚴重負面衝擊，導致全年經濟增長大幅放緩。由於新型冠狀病毒疫情現已大流行，環球經濟面臨衰退的風險有所增加，而多個國家實施大範圍限制外遊及其他活動，甚至採取「封城」措施，或會導致需求減少，亦可能會令全球各地的生產及資本開支活動中斷，拖累中國出口相關製造業活動的短期復甦。此外，服務業（佔國內生產總值54%）的復甦步伐亦較工業滯後。經濟重拾正軌的時間越長，對產出及消費/服務業造成若干永久損失的風險越高。
固定資產投資 (年初至今, 按年)	1月至2月	-24.5%	-2.0%	5.4%	基建、房地產及製造業的固定資產投資呈現大範圍收縮。展望未來，若干高頻率追蹤指標顯示建造業活動持續復甦。政府推動各地加快恢復建造工程及計劃加快動工興建已規劃的基建項目。與此同時，30個主要城市的每日物業銷售建築面積持續向上，但仍遠低於平均水平（截至3月21日）。越來越多地方政府放寬若干緊縮措施。預料新動工數字亦會於3月底或4月開始回復正常，因為大部分發展商現已復工。新屋銷售及新動工數字預期將會復甦，加上在建房屋建築面積保持穩健（1月至2月按年增長4.6%），顯示房地產固定資產投資不會進一步大幅惡化。
零售銷售 (按年)	1月至2月	-20.5%	-4.0%	8.0%	儘管整體數字疲弱，但每周數據走勢顯示銷量跌幅於月內收窄。網上銷售（商品及服務）保持強勁，僅按年下跌3.0%。與此同時，由於經濟活動轉弱及家庭收入增長承受若干壓力，經統計的城市失業率由1月的5.3%顯著上升至2月的6.2%。雖然中國正逐步恢復勞工投入，農民工紛紛返回工作崗位，但外圍需求轉弱導致本地失業率上升，構成一項風險因素，尤其是中小微企目前聘用80%城市勞工。
出口 (美元, 1月至按年)	1月至2月	-17.2%	-16.2%	7.6%	出口收縮主要反映工作天數減少、生產停頓、嚴格的交通運輸限制及物流方面的挑戰。進口跌幅明顯較小可能反映早前已簽訂的若干合約，尤其是農產品（例如肉類及大豆）及商品，而中美第一階段貿易協議承諾的額外進口亦可能有幫助。展望未來，環球經濟面臨衰退的風險或會損害外圍需求，而在短期需求有欠明朗的情況下，中國進口商亦可能會暫停大批貨品的訂單。儘管如此，與其他經濟體相比，中國似乎在恢復及維持生產方面處於較有利位置。
進口 (美元, 1月至按年)	1月至2月	4.0%	-16.1%	16.3%	
貿易差額 (美元)	1月至2月	-71億	389億	468億	
消費物價指數通脹率 (按年)	2月	5.2%	5.2%	5.4%	溫和適度的消費物價指數通脹反映農曆新年假期的時間影響（今年是1月，去年則是2月），非食品價格通脹下降亦抵銷了食品價格的升幅。主要食品（特別是肉類/豬肉）的價格持續上升，部分是由於交通運輸及物流出現樽頸令供應中斷所致。環球油價下跌帶動燃料價格向下。消費者需求不振對旅遊、交通運輸與通訊及消費耐用品等若干服務的價格造成下行壓力。整體而言，核心通脹由1月的1.5%放緩至1.0%。生產者物價指數下降是由採礦及原材料行業帶動，顯示在生產暫停及/或復工緩慢的情況下，（下游）工業需求呆滯。
生產者物價指數通脹率 (按年)	2月	0.4%	-0.3%	0.1%	
社會融資總量 (人民幣)	2月	8,550億	15,860億	50,620億	信貸流動放緩部分源於季節性因素，但按年信貸增長表現穩定。家庭貸款顯著下跌似乎反映假期延長、消費者開支的信貸需求轉弱及物業買賣短期放緩。企業貸款保持穩健，原因似乎是為紓緩新型冠狀病毒疫情而加大信貸支持力度。我們預期當局將進一步推行政策寬鬆以支持信貸增長溫和上升。
新增人民幣貸款 (人民幣)	2月	9,560億	11,200億	33,400億	

- 指月度環比/ 季度環比/ 按年數據改善
- 指月度環比/ 季度環比/ 按年數據轉差
- 指月度環比/ 季度環比/ 按年數據無變動

資料來源：彭博、滙豐環球投資管理，截至2020年3月

本文所載任何預測、預計或目標僅供參考，且並非任何形式的保證。滙豐環球投資管理概不就未能達成任何預測、預計或目標承擔責任。僅供說明，且不構成上述資產類別、指數或貨幣的任何投資建議。

## 重要資訊

### 致客戶的重要資訊：

警告：本文件的內容未經任何香港或任何其他司法管轄區的監管機構審閱。建議您就相關投資及本文件內容審慎行事。如您對本文件的內容有任何疑問，應向獨立人士尋求專業意見。

本文件由香港上海滙豐銀行有限公司（「本行」）在香港經營受管制業務期間發佈，可在其他可合法分發本文件的司法管轄區進行分發，並僅供收件人使用。本文件內容不得複製或進一步分發予任何人士或實體作任何用途，不論是全部或部分內容。本文件不得分發予美國、加拿大或澳洲，或任何其他分發本文件屬非法行為的司法管轄區。所有未經授權複製或使用本文件的行為均屬使用者的責任，並可能引致法律訴訟。

本文件沒有合約價值，並不是且不應被詮釋為進行任何投資買賣，或認購或參與任何服務的要約或要約招攬或建議。本行並沒有建議或招攬任何基於本文件的行動。

本文件內列明的資訊及 / 或表達的意見由滙豐環球投資管理有限公司提供。我們沒有義務向您發佈任何進一步的刊物或更新本文件的內容，該等內容或隨時變更，並不另行通知。該等內容僅表示作為一般資訊用途的一般市場資訊及 / 或評論，並不構成買賣投資項目的投資建議或推薦或回報保證。本行沒有參與有關資訊及意見的準備工作。本行對本文件內的資訊及 / 或意見之準確性及 / 或完整性不作任何擔保、申述或保證，亦不承擔任何責任，包括任何從相信為可靠但未有獨立進行驗證的來源取得之第三方資訊。任何情況下，本行或滙豐集團均不對任何與您使用本文件或依賴或使用或無法使用本文件內資訊相關的任何損害、損失或法律責任承擔任何責任，包括但不限於直接或間接、特殊、附帶、相應而生的損害、損失或法律責任。

如您持有滙豐環球投資管理有限公司管理的個人投資組合，本文件內的意見不一定代表目前投資組合的構成部分。滙豐環球投資管理有限公司管理的個人投資組合主要反映個別客戶的投資目標、風險喜好、投資年期及市場流動性。

本文件內含的資訊未有按您的個人情況審閱。請注意，此資訊並非用作協助作出法律、財政或其他諮詢問題的決定，亦不應作為任何投資或其他決定的依據。您應根據您的投資經驗、目標、財政資源及有關情況，仔細考慮所有投資觀點及投資產品是否合適。您可自行作出投資決定，但除非向您出售產品的中介人根據您的財政情況、投資經驗及投資目標，向您說明該產品適合您，否則不應投資於任何產品。您應細閱相關產品銷售文件了解詳情。

本文件內部分陳述可視為前瞻性陳述，提供目前對未來事件的預期或預測。有關前瞻性陳述並非未來表現或事件的擔保，並涉及風險及不穩定因素。該等陳述不代表任何一項投資，僅用作說明用途。客戶須注意，不能保證本文件內描述的經濟狀況會在未來維持不變。實際結果可能因多種因素而與有關前瞻性陳述所描述的情況有重大差異。我們不保證該等前瞻性陳述內的期望將獲證實或能夠實現，警告您不要過份依賴有關陳述。我們沒有義務更新本文件內的前瞻性陳述，不論是基於新資訊、未來事件或其他原因，亦沒有義務更新實際結果與前瞻性陳述預期不同的原因。

投資涉及風險，必須注意投資的資本價值，且所得收益可升可跌，甚至變得毫無價值，投資者可能無法取回最初投資的金額。本文件內列出的過往表現並非未來表現的可靠指標，不應依賴任何此內的預測、預期及模擬作為未來結果的指標。有關過往表現的資料可能過時。有關最新資訊請聯絡您的客戶經理。

任何市場的投資均可能出現極大波動，並受多種因直接及間接因素造成不同幅度的突發波動影響。這些特徵可導致涉及有關市場的人士蒙受巨大損失。若提早撤回或終止投資，或無法取回投資全額。除一般投資風險外，國際投資可能涉及因貨幣價值出現不利波動、公認會計原則之差別或特定司法管轄區經濟或政治不穩而造成的資本損失風險。範圍狹窄的投資及較小規模的公司一般會出現較大波動。不能保證交易表現正面。新興市場的投資本質上涉及較高風險，可能較其他成熟市場固有的投資出現較大波動。新興市場的經濟大幅取決於國際貿易，因此一直以來並可能繼續會受貿易壁壘、外匯管制、相對幣值控制調整及其他貿易國家實施或協商的保障措施不利影響。有關經濟亦一直並可能繼續受其貿易國的經濟情況不利影響。**互惠基金投資受市場風險影響，您應細閱所有計劃相關文件。**

版權所有 © 香港上海滙豐銀行有限公司 2020。保留一切權利。未經香港上海滙豐銀行有限公司事先書面許可，不得以任何形式或任何方式（無論是電子、機械、影印、攝錄或其他方式）複製或傳送本刊物任何部分或將其任何部分儲存於檢索系統內。

由香港上海滙豐銀行有限公司刊發

Issued by The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited

有效期限：2020年9月30日